

轻工制造

2020年07月06日

博汇纸业 (600966)

——白卡景气上行期，博汇展翅迎风起

报告原因：首次覆盖

买入 (首次评级)

市场数据：2020年07月03日

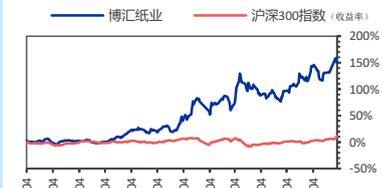
收盘价(元)	9.82
一年内最高/最低(元)	10.38/3.63
市净率	2.4
息率(分红/股价)	-
流通A股市值(百万元)	13128
上证指数/深证成指	3152.81/12433.27

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2020年03月31日

每股净资产(元)	4.08
资产负债率%	71.67
总股本/流通A股(百万)	1337/1337
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

《造纸行业深度：APP拟收购博汇集团，浆纸行业竞争格局有望进一步改善》 2020/01/14

证券分析师

屠亦婷 A0230512080003
tuyt@swsresearch.com
周海晨 A0230511040036
zhouhc@swsresearch.com

研究支持

柴程森 A0230118070016
chaics@swsresearch.com

联系人

柴程森
(8621)23297818×转
chaics@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

投资要点：

- 我们于2020年1月14日发布《造纸行业深度：APP拟收购博汇集团，浆纸行业竞争格局有望进一步改善》，强调白卡纸行业投资机会；近日，收购已通过反垄断审查，我们再次重申白卡纸行业及博汇纸业投资价值。
- 白卡纸率先实现龙头整合，将迎景气度上行周期。供需格局是造纸行业景气度的关键变量，我们对造纸行业过去20年进行复盘，2010年之后行业景气度变化主要由供给侧驱动：落后产能淘汰，存量产能协同性增强、新增产能有序投放将推动行业景气度稳步上行。白卡纸行业伴随龙头整合，供给端协同性将显著增强，赛道格局显著优化。
- 白卡纸需求：受益消费升级及对灰底白纸板的替代，白卡需求将稳定增长。内生需求：下游食品、日化、3C等消费品的增速回升带动社会卡需求增长；外卖及禁塑令推动食品卡需求爆发，我们测算至2022年外卖塑料包装替代将带来新增白卡需求94万吨；预计白卡纸内生需求将维持5-10%左右增速；替代需求：环保趋严、原材料紧缺及价差缩小加速白卡对灰底白的替代效应。2019年灰底白/白卡纸消费量885/857万吨，若可实现对灰底白消费量一半的替代，白卡纸需求将增长52%。
- 白卡纸供给：存量产能协同性提升，格局优化，景气度有望稳步上行。金光纸业中国（以下简称“金光纸业”）将受让博汇集团100%股权，交易完成后通过直接和间接持有博汇纸业48.84%股权成为博汇纸业实际控制人，收购已于2020年6月28日收到反垄断审查通过的批复，白卡纸行业实现进一步整合，供给格局明显改善。新增产能方面，白卡纸行业产能单吨投资额高、投资规模大，进入壁垒较高；建设周期约18-24个月，行业短期无新产能压力。过去行业竞争无序，白卡盈利波动性高。金光纸业对博汇纸业收购完成后，龙头进一步整合，行业盈利有望稳步修复。
- 博汇纸业：纯正白卡纸标的，行业盈利改善，盈利弹性最强。博汇纸业是国内第二大白卡纸企，目前已在国内建设包括淄博和盐城两大生产基地，白卡产能达到215万吨。白卡纸是公司主要毛利来源，2019年占公司收入/毛利比分别为80.9%/87.8%，白卡纸行业竞争格局改善，公司盈利弹性最强。
- 金光纸业入主，关注管理改善。金光纸业将成博汇纸业实际控制人。金光纸业全球化布局，在印尼与中国均为浆纸行业龙头，林浆纸一体化、多纸种多元化产业布局，有效对冲单一行业景气度波动风险；金光职业经理人文化成熟，运营管理经验赋能博汇纸业，进一步发挥协同效应。
- 我们认为2020-2022年将是白卡纸行业景气度逐步上行的周期，博汇纸业作为A股白卡纸龙头，我们预计2020-2022归母净利润预测为8.07、15.04和17.77亿元，给予2021年目标市值180亿元，对应2021年PE估值为12倍，首次评级，给予“买入”。
- 风险提示：行业新产能扩建；白卡纸对灰底白替代低于预期；禁塑令推行进度低预期

财务数据及盈利预测

	2019	2020Q1	2020E	2021E	2022E
营业总收入(百万元)	9,740	2,606	11,708	14,179	15,555
同比增长率(%)	16.8	20.1	20.2	21.1	9.7
归母净利润(百万元)	134	185	807	1,504	1,777
同比增长率(%)	-47.7	51.4	503.4	86.3	18.2
每股收益(元/股)	0.10	0.14	0.63	1.09	1.25
毛利率(%)	14.6	21.7	19.1	20.1	20.9
ROE(%)	2.5	3.4	13.8	19.2	18.0
市盈率	98		16	9	8

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的ROE

投资案件

投资评级与估值

金光纸业收购博汇集团，白卡景气有望上行。过去白卡行业参与者争相扩建产能，盈利波动性较大。金光纸业对博汇纸业收购完成后，龙头进一步整合，白卡纸行业盈利有望稳定向上修复，白卡纸盈利弹性将逐步显现。

博汇纸业：纯正白卡纸标的，2019 年白卡纸占公司收入/毛利比分别为 80.9%/87.8%，白卡纸行业竞争格局改善，公司盈利弹性最强。金光纸业入主，关注管理改善。金光纸业全球化布局，在印尼与中国均为浆纸行业龙头，林浆纸一体化、多纸种多元化产业布局，有效对冲单一行业景气度波动风险；金光成熟化职业经理管理团队，生产管理经验赋能博汇纸业，打造浆纸行业新龙头。

我们认为 2020-2022 年将是白卡纸行业景气度逐步上行的周期，博汇纸业作为 A 股白卡纸龙头，对应给予 2021 年 PE 为 12 倍估值，给予 2021 年目标市值 180 亿元，首次评级，给予“买入”。

关键假设点

销量假设：2020 年受疫情影响，白卡合计停产 1 个月，实际销量为 $215 * (11/12) = 197$ 万吨；箱板瓦楞纸受 Q1 原材料紧缺、转产影响，2020 年合计销量 73 万吨。2021 年，白卡纸纸机产能利用率提升至 105%。

吨净利假设：2020-2021 年白卡纸吨净利分别为 362 元/吨、600 元/吨。

有别于大众的认识

市场担心白卡纸提价幅度有限。我们认为，2007 年造纸行业经历三轮景气度高点，每轮景气度高点，白卡纸价格均超过 7000 元/吨，其中历史高点为 7750 元/吨，下游包装厂对纸价容忍度较高。近期因新冠肺炎疫情导致短期价格回落，当前价格（5300 元/吨）低于历史中位数（5650 元/吨），相较于历史最高点 7750 元/吨，仍有 46% 提涨空间。

市场担心白卡纸盈利改善幅度有限。从年度吨毛利数据看：梳理公司 2005-2019 年白卡纸吨毛利水平，2008 年、2017 年白卡纸吨毛利分别达到 1336 元/吨、1281 元/吨；根据当前纸价及木浆价格计算，公司当前吨毛利水平为 725 元/吨；相较于 2008 年水平，吨毛利可提升 611 元/吨。**从季度数据看：**2017 年 Q4 公司归母净利 2.46 亿元，按照 140 万吨白卡纸产能折算，粗略估计白卡纸单季度吨净利 703 元/吨。我们认为伴随行业龙头整合，需求持续改善，吨净利接近并超过前期高点为合理假设。

股价表现的催化剂

下游需求恢复后，白卡纸稳步提价；金光纸业对博汇纸业的收购交割完成。

核心假设风险

行业其他参与者或新进入者产能扩建；长期对灰底白板纸替代速度，及限塑令推进低于预期。

目录

1. 引言：供给格局优化将是行业景气核心驱动力	6
2. 白卡纸行业：龙头整合，盈利有望趋稳向上	8
2.1 需求：受益下游消费升级及灰底白替代，需求稳定增长	8
2.1.1 内生需求：下游消费及禁塑令驱动需求增长	8
2.1.2 替代需求：价差缩小、灰底白中小产能退出，加速白卡替代	9
2.2 供给：存量产能协同性提升，短期无新产能压力	10
2.2.1 供给回顾：行业高集中度，但前期协同性欠佳	10
2.2.2 供给展望：金光纸业收购博汇集团，行业进一步整合，提升龙头协同性	12
2.3 行业分析结论：供给格局大幅改善，需求稳定增长	13
3. 金光纸业：国内最大浆纸企业	15
3.1 金光集团：爱国华侨创办的印尼第一大财团	15
3.2 金光纸业：林浆纸一体化发展，多纸种布局均衡	16
4. 博汇纸业：白卡龙头迎风起	22
4.1 纯正白卡纸标的，盈利弹性最强	22
4.2 行业整合，博汇白卡业务利润弹性将显现	23
4.3 金光入主，技术赋能，效率改善	25
5. 盈利预测与估值：第一阶段目标市值 180 亿元	28
5.1 盈利预测：预计 2021 年归母净利 15.04 亿元	28
5.2 投资建议：第一阶段目标市值 180 亿元	28

图表目录

图 1：供需格局是造纸行业盈利的关键变量	6
图 2：下游消费品呈现稳定增长态势	9
图 3：国内卷烟产量基本稳定	9
图 4：两者价差收窄催化白卡对灰底白的替代	10
图 5：白卡逐步实现对灰底白板纸的替代	10
图 6：灰底白板行业纸厂多为 50 万吨以下产能	10
图 7：四大白卡纸厂产能扩张历程	11
图 8：白卡纸历史价格波动较大	11
图 9：博汇纸业历史单季度利润率波动较大	12
图 10：博汇纸业历史单季度 ROE 波动较大	12
图 11：博汇纸业股权变化图	13
图 12：目前白卡纸行业 CR4 达到 83%，收购完成后金光纸业占比接近半壁江山	13
图 13：金光集团在印尼布局六大产业	15
图 14：金光纸业实际控制人为黄志源家族	17
图 15：金光纸业产能扩张	18
图 16：金光纸业林浆纸一体化布局	18
图 17：金光纸业消耗性生物资产显著高于同行	19
图 18：公司产能在 2019 年大幅扩张	22
图 19：公司收入构成：2019 年白卡占比 80.9%	23
图 20：公司毛利构成：2019 年白卡占比 87.8%	23
图 21：当前白卡纸价格约为历史中枢	24
图 22：当前白卡纸吨毛利水平为 725 元/吨	25
图 23：金光纸业旗下白卡产品价格高于博汇纸业产品	26
图 24：金光纸业白卡纸开工率显著高于博汇纸业	26
图 25：公司期间费用率高于太阳纸业	27
图 26：公司销售费用率高于太阳纸业	27
图 27：公司管理费用率低于太阳纸业（太阳产品系列更为丰富，且有海外工厂）	27
图 28：公司财务费用率高于太阳纸业	27
图 29：太阳纸业 PB-ROE	29
图 30：博汇纸业 PB-ROE	29
图 31：可比公司太阳纸业在景气度提升时动态市盈率可达 10-12 倍	30
表 1：国内造纸周期梳理：近十年供给侧是重要推动力	7
表 2：白卡纸是以木浆为原材料的内包装纸	8
表 3：杭州市在 2020 年计划关停 115 家造纸企业	10
表 4：白卡纸行业存量产能均为大中型产能	11
表 5：金光集团在印尼布局	16
表 6：金光集团在印尼重点公司 2019 年经营状况	16
表 7：金光集团产品系列丰富	19
表 8：金光纸业主要工厂分布	20
表 9：金光纸业 2016-2019 年产销量（单位：万吨）	20
表 10：金光纸业积极研发新品，迎接禁塑令新需求	21

表 11：博汇纸业产能（单位：万吨）	22
表 12：博汇纸业单吨净利测算	24
表 13：博汇纸业单吨净利弹性测算.....	25
表 14：博汇纸业 2020 年单季度拆分盈利预测.....	28
表 15：博汇纸业 2020-2021 年盈利预测	28
表 16：造纸行业可比公司估值表	30
表 17：博汇纸业主要产品收入成本拆分——白卡及文化纸	31
表 18：博汇纸业收入成本拆分——箱板纸及瓦楞纸.....	32
表 19：利润表.....	33

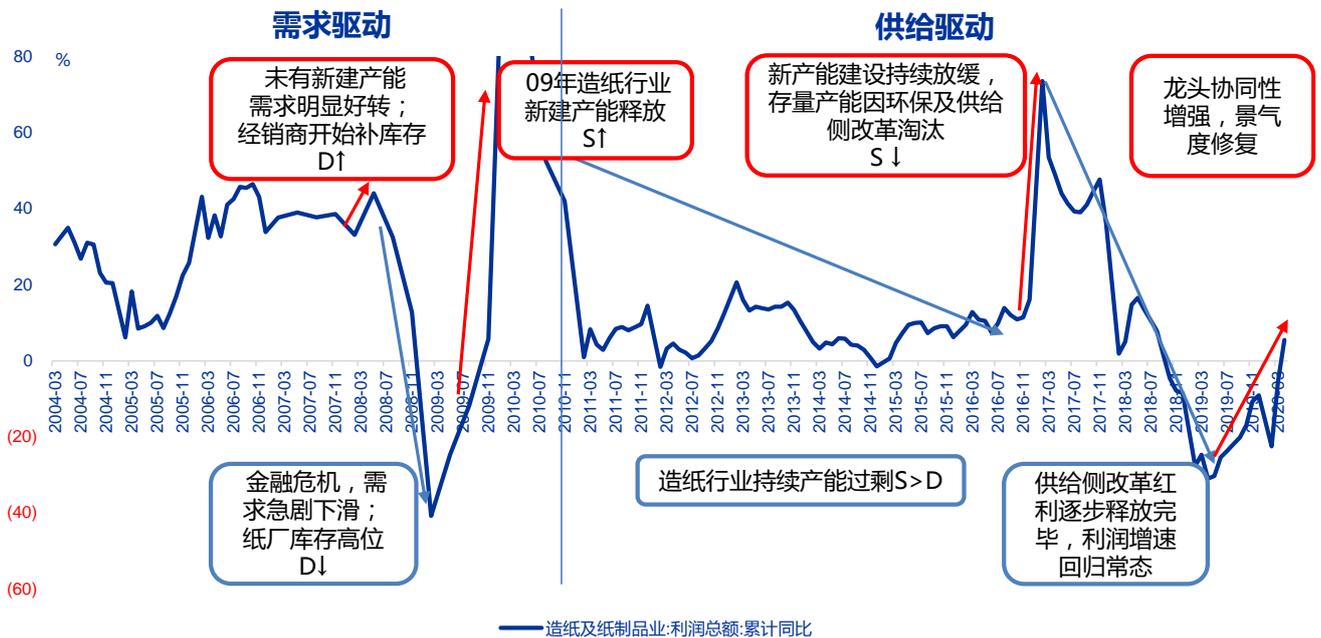
1. 引言：供给格局优化将是行业景气核心驱动力

造纸行业作为典型的周期品行业，供需格局变化是影响纸企盈利的核心因素。回溯过去 20 年，有以下几个典型阶段：

第一、二轮高景气度 2007 年和 2009 年：2007 年经济的高速增长，造纸需求旺盛，新产能投放阶段性放缓，景气度上行；虽然高景气度因 2008 年金融危机而中断，但 2009 年四万亿投资再次刺激经济，造纸重回上升周期。2009 年投资建设的新一轮产能释放高峰于 2011 年左右来临，而此时需求增长也较为低迷，此轮造纸高景气周期在 2011 年结束，形成“供需双困”局面，造纸行业经历了 2011 年-2015 年长达五年的景气低谷。

第三轮高景气度 2016 年-2018 年上半年：2016 年起，随着供给侧改革及环保淘汰加速，造纸行业供给端加速收缩，供需格局优化，行业景气度不断上行，造纸企业盈利弹性显现。2018 年下半年，随着新增产能投放、需求下行，纸企盈利承压。2019 年文化纸行业供给端协同性增强，景气度提升；箱板瓦楞纸因新产能持续投放，供给端承压，盈利仍底部徘徊。

图 1：供需格局是造纸行业盈利的关键变量



资料来源：国家统计局，申万宏源研究

造纸周期由需求驱动转向供给驱动。梳理 2007 年至今造纸行业三轮景气度，供需格局是影响行业景气度的核心驱动力，但是 2010 年之前行业供需主要关注需求端的变化，2010 年之后则需重点关注供给端变化。

2010 年之前：国内纸及纸板消费处于高位增长阶段，需求驱动纸价上涨。2008 年金融危机造成需求短期锐减，中断造纸 2007 年的景气度；随国内推出四万亿刺激政策，需求快速回升，2009 年造纸行业盈利能力快速回升。

2010 年之后：国内经济增速换挡，造纸需求增速持续放缓，**供给格局成为影响行业周期的关键因素**。由于上轮盈利高点行业新产能的大量投产，2011-2015 年行业长期处新产能消化期；2016 年-2108 年供给侧改革全面推进，加速中小产能退出市场竞争，行业景气度回升。2019 年不同纸种之间盈利能力分化，其中浆纸系龙头协同性提升带动盈利上行；包装纸新产能投放，使得行业盈利低位徘徊。

表 1：国内造纸周期梳理：近十年供给侧是重要推动力

主要驱动力	时间区间	供给	需求	景气度
需求驱动	2007年-2008年上半年	1、新增产能投产速度阶段性放缓 2、环保趋严对新产能排污及节能提出更高要求，新增产能投产难度加大	1、GDP持续高增长，2003-3007年连续四年实现双位数增长	上升
	2008年下半年-2009年初		1、全球金融危机使得需求断崖式下滑 2、产业链在提价周期内库存高企，渠道去库存加速纸厂出货压力	下降
	2009年初-2010年	行业景气度快速回落，延缓新产能投放进度	需求回暖，生产商库存呈现下降态势，而经销商开始补库存	上升
供给驱动	2011年-2015年	上轮高景气度周期，纸厂投资意愿增强，行业供给大幅扩张		下降
	2016年-2018年初	1、供给侧改革全面推进，中小产能加速淘汰 2、前期2011-2015年景气度持续低迷，纸厂投资意愿降低，2016-2018年新增产能压力小	国内经济增速换挡，造纸需求增速放缓	上升
	2018年	1、行业新产能投放 2、龙头间协同性降低		下降
	2019年	1、包装纸新产能密集投放 2、浆纸系龙头协同性大幅提升		分化

资料来源：申万宏源研究

白卡纸赛道率先实现龙头整合，格局优化，集中度大幅提升：

2019 年底金光纸业（中国）投资有限公司（以下简称“金光纸业”）宣布收购博汇集团 100% 股权，2020 年 6 月 28 日已收到反垄断审查通过的批复，收购完成后将成为博汇纸业实际控制人，白卡纸行业供给格局将迎新局面。由于白卡纸需求长期增长趋势确定，大型纸厂前期持续产能扩建；为抢夺市场份额，龙头之间价格战使得行业历史盈利波动性较大。而此次收购完成后，龙头之间进一步整合，行业参与者协同性有望增强，供给格局将迎新变化，白卡纸行业盈利有望逐步修复且趋于稳定。

我们于 2020 年 1 月 14 日发布的《造纸行业深度：APP 拟收购博汇集团，浆纸行业竞争格局有望进一步改善》，强调白卡纸行业投资机会；近日，收购已通过反垄断审查，我们再次重申白卡纸行业及博汇纸业投资价值。

2. 白卡纸行业：龙头整合，盈利有望趋稳向上

白卡纸是以木浆为主要原材料的包装用纸。白卡纸以化机浆、阔叶浆和针叶浆为主要原材料，下游主要用于高档消费品的内包装。白卡纸国内主要生产企业为金光纸业、博汇纸业、晨鸣纸业和万国太阳，当前行业总产能 1049 万吨。

表 2：白卡纸是以木浆为原材料的内包装纸

用途分类	原纸	主要用途	当前主流价格	纤维原料	代表纸厂	产品形态
内包装	白卡纸	高档消费品的内包装	5300-5500元/吨	木浆	金光、博汇、万国太阳、晨鸣	
	灰底白板纸	中低端消费品的内包装	3600-4000元/吨	废纸	玖龙、建晖等	
外包装	箱板纸、瓦楞纸	运输包装、外包装箱	箱板纸： 3700-4500元/吨 瓦楞纸： 3300-3700元/吨	废纸	玖龙、理文、山鹰等	

资料来源：百度图片，卓创资讯，申万宏源研究

2.1 需求：受益下游消费升级及灰底白替代，需求稳定增长

2.1.1 内生需求：下游消费及禁塑令驱动需求增长

下游需求稳健增长，白卡纸内生需求稳定增长。白卡纸按照下游需求分为四类：社会卡、烟卡、食品卡和铜版卡，其中社会卡占比最高约 65%，食品卡占比逐年提升。

社会卡：社会卡是指用于普通消费品的内包装的白卡纸，是白卡纸主要细分品类，下游主要包括食品、酒类、药品、日化、3C 等，伴随下游稳定增长及消费升级趋势，社会卡需求量稳定增长；

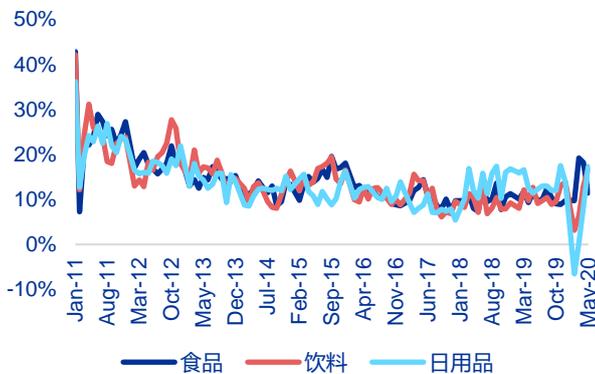
食品卡：食品级白卡纸是指可以与食品直接接触的卡纸，特点在于无添加荧光增白剂。食品卡需求将伴随外卖增长及禁塑令而快速增长。艾瑞咨询预计 2020 年在线外卖行业规模将增长 14.2%，叠加禁塑令的影响，外卖纸包装需求增长将推动食品卡需求增长。国家发

改委、生态环境部公布我国部分领域禁止、限制生产塑料制品等相关文件，至 2022 年底，一次性塑料制品的消费量将明显减少，“以纸代塑”将成为食品包装、外卖餐饮包装领域的必然趋势。2019 年全国外卖平台订单量约 143 亿单，按平均每单消耗 3.27 个一次性塑料餐盒/杯计算。则年度塑料盒消耗量=143 亿单*3.27 只/单 =469 亿只。假设单个纸外卖盒质量为 20g，外卖塑料餐盒的替代需求为 469 亿*20g=94 万吨食品卡需求。

烟卡：烟卡主要用于烟草包装，由于烟草包装印刷工艺复杂，烟卡相较于社会卡在色相稳定性、平滑度、压痕方面有更高要求。我们预计未来国内烟草销量基本稳定，烟卡需求也将保持平稳。

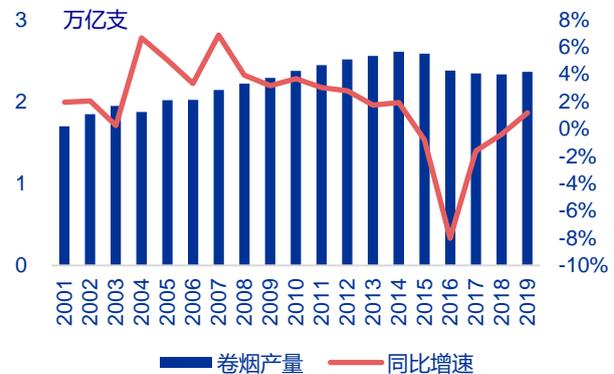
综上，我们预计白卡纸内生（不考虑灰底白纸板的替代需求）需求将维持 5-10%左右增长。

图 2：下游消费品呈现稳定增长态势



资料来源：国家统计局，申万宏源研究

图 3：国内卷烟产量基本稳定



资料来源：国家统计局，申万宏源研究

2.1.2 替代需求：价差缩小、灰底白中小产能退出，加速白卡替代

白卡纸对灰底白纸板的替代将是行业趋势。社会卡与灰底白板均应用于消费品内包装。白卡纸原材料为原木浆，在白度、平滑度、光泽度和着墨性多方面均优于灰底白（原材料为废纸浆），包装效果更精美。伴随消费升级及消费品对包装重视度提升，白卡对灰底白的替代将是行业趋势。**2019 年灰底白/白卡纸消费量 885/857 万吨，若可实现对灰底白当前消费量一半的替代，白卡纸需求将增长 52%。**

外废进口禁令，推升灰底白纸价，与白卡价差缩小，加速替代效应。灰底白原材料为废纸，外废政策收紧背景下，国废供给紧张推涨国废价格，2016 年之前国废价格的主要波动区间在 1100 元/吨左右，2019 年之后国废在 2000 元/吨左右波动，灰底白板将因成本上行而价格上涨，白卡纸与灰底白价差收窄将加速替代效应。

图 4：两者价差收窄催化白卡对灰底白的替代



资料来源：纸业联讯，申万宏源研究

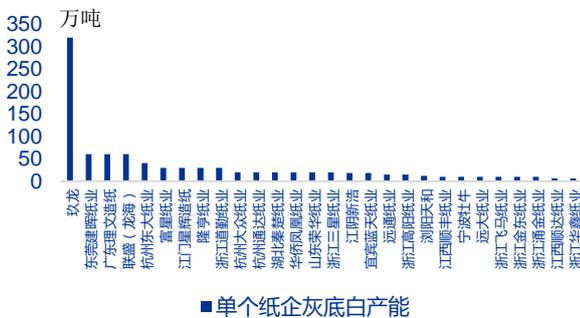
图 5：白卡逐步实现对灰底白板纸的替代



资料来源：卓创资讯，申万宏源研究

环保趋严、原材料紧缺加速灰底白行业清退。灰底白行业呈现一家独大的格局，行业多为中小产能，且多分布在富阳地区。根据卓创资讯统计，国内超过 50 万吨的灰底白企业仅 4 家，其余均为中小产能。灰底白板纸产能多分布在浙江富阳，根据《杭州市大气环境质量限期达标规划》2020 年关停区域内 115 家造纸厂，到 2021 年，完成富阳区造纸行业关停搬迁。另一方面，原材料紧缺，废纸系将加速中小产能出清，由于外废政策收紧，国废供需紧张，中小灰底白纸企将因原材料短缺退出市场。

图 6：灰底白板行业纸厂多为 50 万吨以下产能



资料来源：卓创资讯，申万宏源研究

表 3：杭州市在 2020 年计划关停 115 家造纸企业

序号	区域	项目名称	项目类型	实施时间	
1	杭州经济开发区	1家环保材料企业	全面关停	2019年	
2		1家化工企业	全面关停	2019年	
3		1家生物科技企业	关停	2019年	
4		1家医药企业	关停	2019年	
5		1家橡胶企业	非子午胎产能 关停	2020年	
6		1家医药企业	全面关停	2021年	
7		1家橡胶企业	关停	2021年	
8	杭州大江东产业集聚区	3家化工企业	关停并转	2019年	
9		4家化工企业(中心区)	关停并转	2021年	
10	萧山区	4家铸造企业(院区内)	关停	2019年	
11		11家电镀企业(院区内,园区外)	关停	2019年	
12		1家热电企业(院区内)	关停	2019年	
13		4家印染企业(院区内)	搬迁	2020年	
14		32家A、B类化工企业(院区内,院外)	搬迁	2020年	
15		24家印染企业(院外)	搬迁	2022年	
16		8家再生纤维企业全部	关停	2021年	
17		余杭区	4家水泥粉磨站	关停	2020年
18			115家造纸企业	关停	2020年
19		富阳区	4家热电企业(部分位于污水处理厂外)	关停	2020年
20			41家化工企业	关停	2020年
21	35家铸造企业		关停	2020年	
		3家水泥企业产能合并	搬迁	2020年	

资料来源：杭州市政府网站，申万宏源研究

2.2 供给：存量产能协同性提升，短期无新产能压力

2.2.1 供给回顾：行业高集中度，但前期协同性欠佳

白卡纸已经历行业出清，存量产能均为大中型产能。2011-2015 年，行业多年景气低迷，中小纸企持续退出，白卡纸寡头格局已初步成型，前四家集中度超过 80%，存量产能均为大中型产能。根据卓创资讯统计，我国白卡纸产能 1049 万吨，金光纸业、博汇纸业、

晨鸣纸业和万国太阳现有产能分别为 312 万吨、215 万吨、200 万吨和 140 万吨，四大纸厂合计市占率 83%。

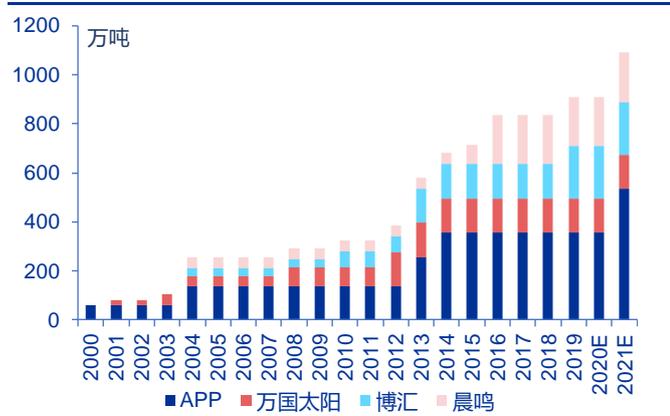
表 4：白卡纸行业存量产能均为大中型产能

区域	省份	公司名称	纸厂名称	产品	品牌	纸机单产能 (万吨)	单厂产能 (万吨)	单厂市占率						
华东地区	山东省	太阳纸业	山东太阳纸业股份有限公司	白卡纸、铜板卡、纸杯原纸、食品卡、液包原纸、烟卡	万国骄阳、华夏太阳、金太阳	20	140	13%						
						24								
						36								
						60								
	山东省	晨鸣纸业	山东晨鸣纸业集团股份有限公司	白卡纸、铜板卡、扑克牌纸	白杨、白玉	45	45	4%						
						亚太森博			亚太森博(山东)浆纸有限公司	白卡纸、纸杯原纸、食品卡、液包原纸	金博、银博、博旺	17	52	5%
												35		
	山东省	博汇纸业	山东博汇纸业股份有限公司	食品卡、烟卡 白卡纸、食品卡、铜板卡	博汇	30	65	6%						
						35								
	江苏省	博汇纸业	江苏博汇纸业股份有限公司	白卡纸	丹顶鹤、白鸥	75	150	14%						
75														
浙江省	金光APP	宁波中华纸业有限公司	白卡纸、铜板卡、烟卡 烟卡		32	62	6%							
					30									
					金光APP			宁波亚洲浆纸业股份有限公司	白卡纸、铜板卡	酋长、亚洲之星 金丽、金采	75	150	14%	
75														
华南地区	广东省	红塔仁恒	珠海红塔仁恒纸业有限公司	白卡纸、烟卡、液包原纸	红塔、红梅	7	30	3%						
						23								
		红塔仁恒	珠海华丰纸业有限公司			30	30	3%						
	晨鸣纸业	湛江晨鸣浆纸有限责任公司	白卡纸	丽品、丽致、丽盈	120	120	11%							
	广西省	金光APP	广西金桂浆纸业有限公司	白卡纸	金蝶兰、富桂、帝王松	100	100	10%						
江西省	晨鸣纸业	江西晨鸣纸业股份有限公司	白卡纸		35	35	3%							
华中地区	河南省	新乡新亚纸业	新乡新亚纸业集团股份有限公司	白卡纸 纸杯原纸	新辉煌	25	35	3%						
						10								

资料来源：卓创资讯，申万宏源研究

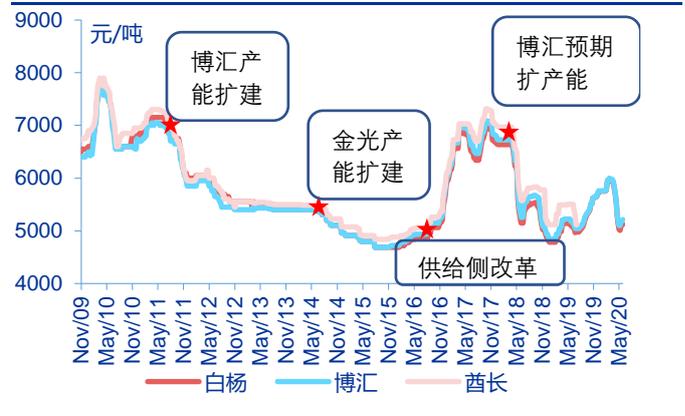
白卡纸行业虽然集中度高，但前期协同性较弱。白卡纸行业虽然集中度高，但前期龙头积极扩建产能，抢占市场份额，导致行业盈利波动性大。行业各参与者对白卡需求持乐观预判，2011 年后晨鸣纸业、博汇纸业、金光纸业纷纷扩建产能，导致行业盈利大幅波动。

图 7：四大白卡纸厂产能扩张历程



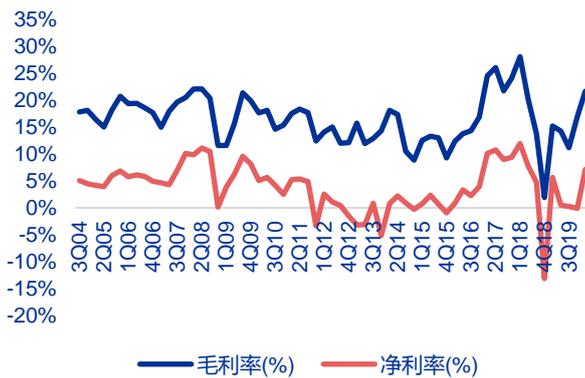
资料来源：卓创资讯，申万宏源研究

图 8：白卡纸历史价格波动较大

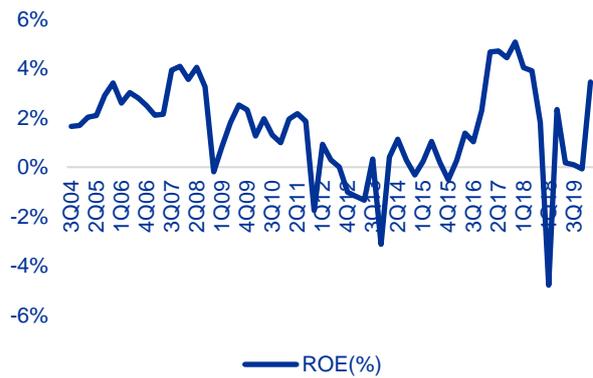


资料来源：纸业联讯，申万宏源研究

2018 年博汇纸业扩产计划，叠加需求下行，价格大幅回落。伴随行业盈利改善，博汇纸业提出新一轮产能扩张计划：2018 年初，博汇纸业推进江苏 75 万吨白卡纸项目，并筹划江苏三期项目（100 万吨白卡纸），两期项目落地后产能将成为国内最大白卡纸企业。伴随 2018 年淡季到来，金光纸业、博汇纸业、晨鸣纸业大幅降价，万国太阳跟随降价；期间出现先发货后定价现象，经销商库存压力加重，渠道秩序紊乱，2018 年 4 月中旬至 7 月中旬累计降价 1200-1400 元/吨，大幅跌价导致 2018Q4 博汇纸业单季度亏损 2.54 亿，为上市以来最大单季度亏损幅度。

图 9：博汇纸业历史单季度利润率波动较大


资料来源：Wind，申万宏源研究

图 10：博汇纸业历史单季度 ROE 波动较大


资料来源：Wind，申万宏源研究

2.2.2 供给展望：金光纸业收购博汇集团，行业进一步整合，提升龙头

协同性

金光纸业收购博汇纸业进程：2019 年 4 月，金光纸业通过控股子公司宁波管箱首次在二级市场购买博汇纸业股票，之后连续四次举牌至持股 20%；11 月，博汇集团由于债务水平不断提高，资金压力不断增大，主动寻求控制权转让机会；12 月底，金光纸业凭借其管理经验、产业规模和资金实力获得博汇集团认可，受让博汇集团 100% 股权。**2020 年 6 月，收购案已通过反垄断审查**，此次收购还需发展和改革委员会外商投资安全审查、商务部门备案以及工商管理部门登记等手续。

交割完成后，金光纸业将成博汇纸业实际控制人。此次交割完成后，金光纸业及其一致行动人将获得博汇纸业 28.84% 股权，加上前期举牌获得的 20% 股份，合计持有博汇纸业 48.84% 股份，成为博汇纸业实际控制人。金光纸业通过收购将获得上市公司体内造纸资产及所属集团的配套热电厂。博汇集团除上市公司外资产包括：山东天源热电及江苏丰源热电两个热电厂，为上市公司配套热电；山东国金化工，主要产品包括氢氧化钠、液氯、盐酸、硫酸。

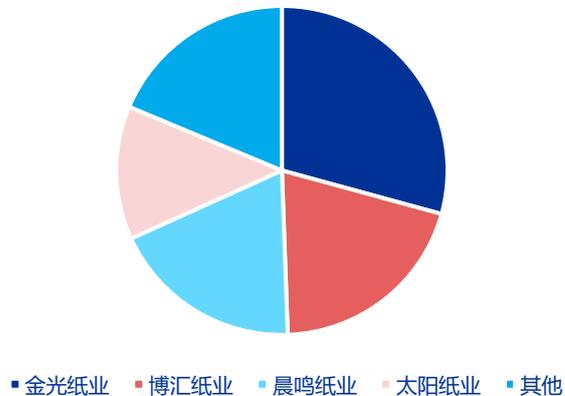
图 11：博汇纸业股权变化图



资料来源：公司公告，申万宏源研究

存量产能协同性提升：收购完成后，金光纸业将占据白卡纸行业半壁江山，行业 CR3（金光纸业+博汇、晨鸣、太阳）将达到 83%，参与者协同性增强。纸厂之间利益一致，达成默契，叠加行业高集中度，将有效控制行业新增产能投放进度及纸机开机率，行业盈利能力逐步修复，波动性收窄。

图 12：白卡纸行业 CR3 将达到 83%，收购完成后金光纸业占比接近半壁江山



资料来源：卓创资讯，申万宏源研究

2.3 行业分析结论：供给格局大幅改善，需求稳定增长

白卡纸需求：受益消费升级及对灰底白纸板的替代，白卡需求将稳定增长。**内生需求：**下游食品、日化、3C 等消费品的增速回升带动社会卡需求增长；外卖及禁塑令推动食品卡需求增长；预计白卡纸内生需求将维持 5-10%左右增速；**替代需求：**环保趋严、原材料紧缺及价差缩小加速白卡对灰底白的替代效应。

白卡纸供给：行业整合推动竞争格局改善。收购完成后，白卡纸行业实现进一步整合，龙头纸企之间协同性有望提升。行业短期内无新增产能压力，存量供给整合，供给格局明显改善。

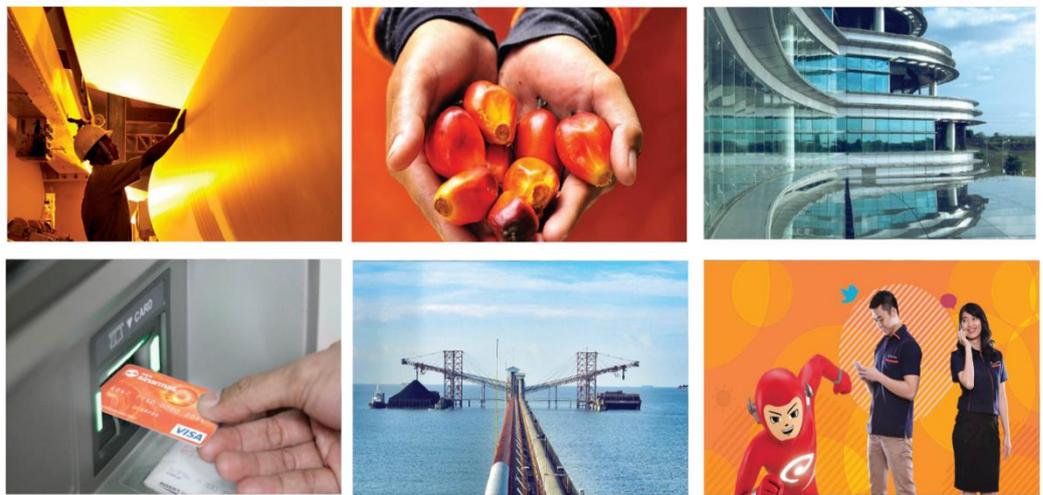
行业竞争格局优化，景气度有望稳步上行。由于行业龙头之间为抢占市场纷纷扩建产能，使得行业盈利波动性较大。金光纸业对博汇纸业收购完成后，白卡纸行业盈利有望稳定向上修复，白卡纸盈利弹性将逐步显现。

3. 金光纸业：国内最大浆纸企业

3.1 金光集团：爱国华侨创办的印尼第一大财团

金光集团由印尼知名华人黄奕聪创立，当前为印尼第一大财团。金光集团投资范围遍布亚洲、北美、欧洲、澳洲等地，形成六大核心产业：制浆造纸业、农业及食品加工业、房地产业、金融业、能源业、移动通讯业。金光集团实际控制人为黄志源家族，黄志源先生为印尼爱国华侨黄奕聪先生之长子，1960 年回到中国求学，1963 年考入北京大学数学力学系，70 年代初，黄志源返回印尼，加入金光集团，现任金光集团董事长及总裁。

图 13：金光集团在印尼布局六大产业



资料来源：金光集团公司官网，申万宏源研究

金光集团为印尼浆纸龙头。金光集团的林浆纸业务主要由 APP (Asia Pulp & Paper) 负责，其海外产能主要位于印尼各地区子公司，为印尼浆纸龙头，子公司包括 INDAH KIAT、TJIWI KIMIA、LONTAR POPYRUS、OKI 等，产品涵盖纸浆、文化纸、包装纸、生活用纸全纸种。2018 年，金光纸业印尼浆纸合计产能超过 1200 万吨。据 idnfinancial 数据显示，2018 年印尼市场浆纸产能合计 2700 万吨，金光纸业占据主导地位。

表 5：金光集团在印尼布局

品类	工厂	年产能 (万吨)
纸浆	INDAH KIAT	290
	LONTAR POPYRUS	102
	OKI	280
文化纸	INDAH KIAT	160
	TJIWI KIMIA	155
包装纸	INDAH KIAT	210
	TJIWI KIMIA	15
生活纸	INDAH KIAT	13
	LONTAR POPYRUS	23
合计		1,249

资料来源：Bloomberg，申万宏源研究

表 6：金光集团在印尼重点公司 2019 年经营状况

公司名称	收入 亿美元	利润 亿美元	净利率	纸浆产能 万吨	造纸产能 万吨	估值-PE	当前市值 亿美元
INDAH KIAT 公司	32.23	2.74	8.5%	290	383	9.3	25.54
TJIWI KIMIA 公司	10.47	1.67	15.9%	-	170	8.8	14.58
LONTAR POPYRUS 公司	6.37	1.63	25.6%	102	23		

资料来源：Bloomberg，申万宏源研究

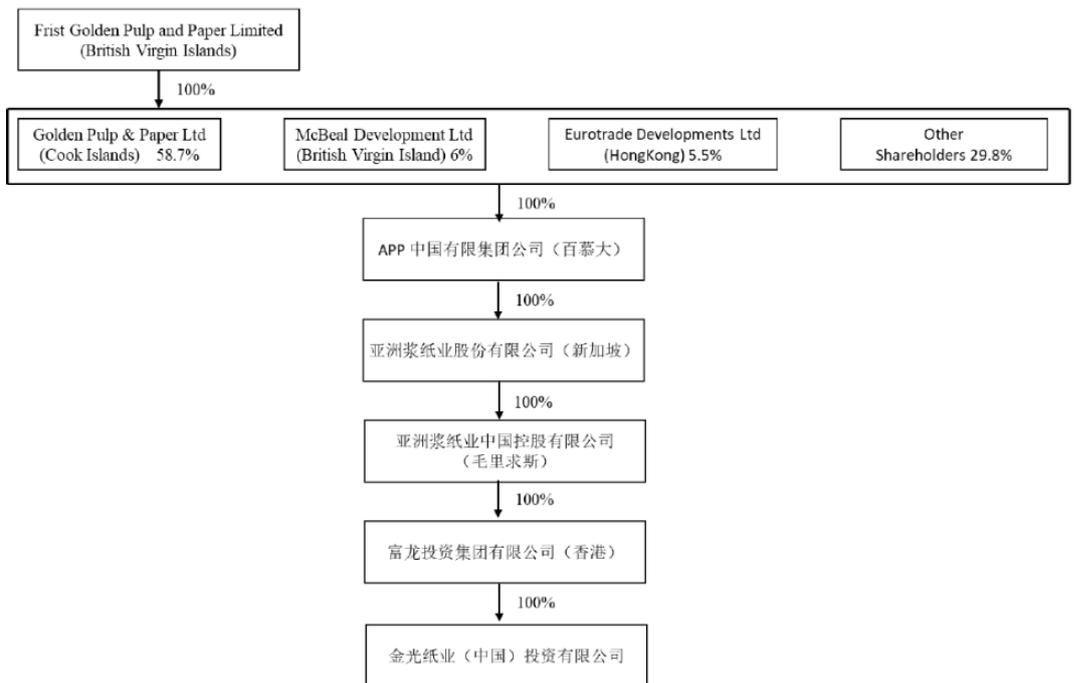
注：上述公司市值及估值为 2020 年 7 月 2 日数据

3.2 金光纸业：林浆纸一体化发展，多纸种布局均衡

金光集团在中国已布局造纸、地产、农业和食品加工等多个领域。金光集团在中国的主要业务为其纸浆造纸业务，除此之外，还涉及农业及食品加工（华丰食品、粮油）、地产（上海、宁波、沈阳、成都等城市开发住宅和商业地产，如上海白玉兰广场、金虹桥中心、金光外滩）、金融（宁波通商银行）等多个领域；在企业社会责任方面，设立黄奕聪慈善基金会，新冠肺炎疫情发生后，金光集团（中国）于 1 月 26 日向中国华侨公益基金会捐款 1 亿元人民币和价值 35 万元的清风卫生湿巾，用于抗击疫情。

金光纸业是金光集团控制的国内最大的浆纸系纸企。黄志源家族通过境外信托拥有对金光纸业的实际控制权，公司穿透后控股股东 First Golden Pulp & Paper Limited 为黄志源家族信托财产的组成部分。金光纸业自 20 世纪 90 年代进入中国市场，截止 2020Q1 末，总资产达到 1959 亿元，归母净资产 617 亿元。2019 年实现收入 651.10 亿元，对应净利润 39.20 亿元（其中苏州厂搬迁产生资产处置损益 12 亿元），归属于母公司股东净利润 33.35 亿元。

图 14：金光纸业实际控制人为黄志源家族



资料来源：公司公告，申万宏源研究

国内深耕近三十年，打造国内第一大浆纸龙头。

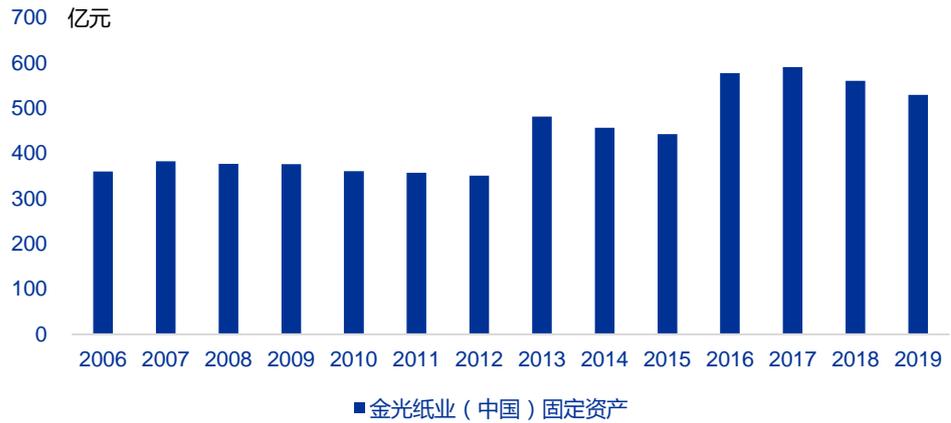
初入中国——植树造林：1992 年金光纸业进入中国发展，成立合资公司宁波中华纸业生产高档涂布白纸板；基于一体化布局理念，1994 年建立广东首家造林基地，成为实践林浆纸一体化的先行者。

多点布局——多纸种布局：1996 年成立金华盛（无碳复写纸）、金红叶（生活用纸）、亚龙（纸制品），1997 年成立单厂规模最大的铜版纸企金东纸业。

上下游布局——扩建浆厂：2005 年海南金海浆桉木浆投产，2006 年广西金桂浆一期项目（30 万吨化机浆+60 万吨高档纸板）正式启动。

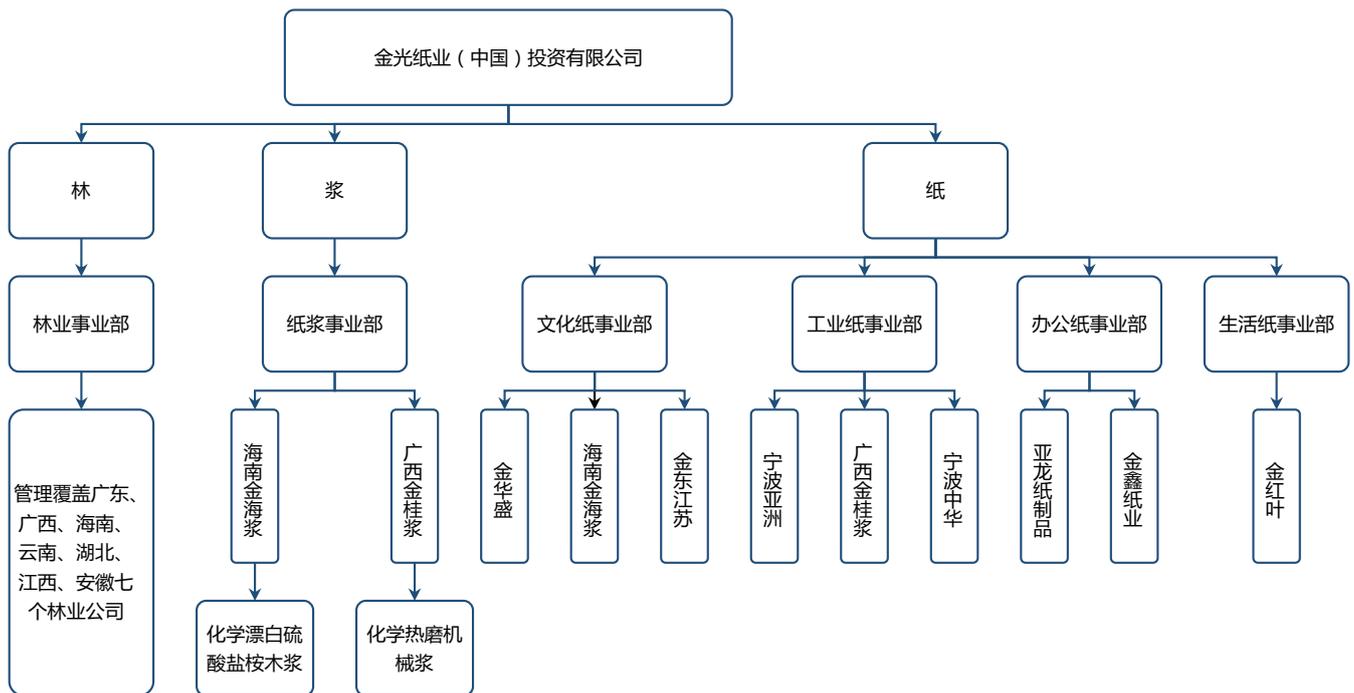
产能扩张——聚焦白卡、生活纸，争做行业龙头：公司在造林、纸浆、白卡纸、铜版纸、生活用纸等领域持续深耕，产能扩张，当前铜版纸与白卡纸均已成为国内市场第一。

图 15：金光纸业产能扩张



资料来源：19 金光 01 债券公告，申万宏源研究

图 16：金光纸业林浆纸一体化布局



资料来源：公司公告，申万宏源研究

金光纸业一体化布局林、浆、纸。金光纸业目前已建立了林浆纸上下游一体化的产业布局，其业务包括林业营造、林业产品、成品纸生产与销售，主要产品包括原木、木浆和成品纸三大系列，截止 2019 年末合计浆纸产能 1074 万吨。

表 7：金光集团产品系列丰富

产品	主要生产企业	主营产品	主要品牌
林	海南、云南、广西、广东、河南等地企业	桉树、相思、杨树	
浆	海南金海浆、广西金桂浆	化学漂白硫酸盐桉木浆、化学热磨机机械浆	龙头、金钱豹
文化用纸	金东纸业、金华盛纸业、海南金海浆	铜版纸、双胶纸、轻涂纸	太空梭、东帆、长鹤
工业用纸	宁波中华、宁波亚洲浆、广西金桂浆	白板纸、瓦楞原纸	金鸥、汉威、金贝、彩蝶、环牌
生活用纸	金红叶纸业、金钰纸业	卫生纸、面巾纸、厨房用纸、湿纸巾	清风、唯洁雅、真真
办公用纸	金华盛纸业、亚龙纸制品、金鑫纸业	复印纸、工程图纸、打印纸、无碳复写纸	金彩蝶、旗舰、金旗舰

资料来源：金光纸业公告，申万宏源研究

上游：林地资源优势突出。金光纸业管理和经营多种林地，截至 2018 年底，金光纸业在中国 8 个省份管理和经营 420 万亩林地，其中已种植面积 389 万亩，以桉树为主（栽植面积 347 万亩），2019 年末公司消耗性生物资产（自营林成本和购入林木资产的相关费用）为 28.46 亿元，显著高于晨鸣纸业（15.41 亿元）、太阳纸业（2.45 亿元）。

图 17：金光纸业消耗性生物资产显著高于同行


资料来源：各公司公告，申万宏源研究

中游：高纸浆自给率对冲浆价波动。纸浆产品主要为化学漂白硫酸盐桉木浆和化学热磨机机械浆，化学漂白硫酸盐桉木浆主要由海南金海浆生产，化学热磨机机械浆则主要由广西金桂浆生产，两者均为林浆一体化生产模式，2019 年合计木浆产能 210 万吨；广西金桂工厂将改造及新建化机浆项目，项目完成后广西化机浆产能将从 75 万吨提升至 150 万吨，当前项目已获环评批复。

下游：多纸种布局分散单一纸种风险。金光纸业成品纸主要包括文化用纸（主要为铜版纸）、工业用纸（白卡纸）、生活用纸，2019年分别产能为367万吨、312万吨、137万吨，包括其他纸种公司合计造纸产能864万吨，其中**铜版纸和白卡纸行业市占率均为国内第一**，多纸种布局对冲单一纸种带来的盈利波动风险。公司聚焦需求成长性最佳的白卡纸及生活用纸，持续扩产能提升市场份额。

表 8：金光纸业主要工厂分布

产品	工厂	位置	主要产品	年产能（万吨）
浆	金海浆	海南	漂白硫酸盐桉木浆	135
	金桂浆	广西	桉木化机浆	75
文化纸	金东纸业	江苏	铜版纸	200
	金海浆	海南	铜版纸	100
	金华盛	江苏	无碳复写纸、双胶纸等	67
白卡纸	宁波中华	浙江	白纸板、白卡纸	62
	亚洲浆	浙江	白纸板、白卡纸	150
	金桂浆	广西	白卡纸、食品级白卡	100
生活纸	金红叶	江苏	卫生纸、厨房用纸等	137
纸制品	其他工厂	-	各类纸制品	48
-	合计		-	1,074

资料来源：19 金光 01 债券公告，申万宏源研究

表 9：金光纸业 2016-2019 年产销量（单位：万吨）

产品	项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年
纸浆	产能	210	210	210	210
	产量	217	227.10	246	261
	产能利用率	103%	108%	117%	124%
	销量	200	196.06	204	210
	产销率	92%	86%	83%	80%
文化纸	产能	365	367	367	367
	产量	379	376	353	374
	产能利用率	104%	102%	96%	102%
	销量	376	378	349	382
	产销率	99%	101%	99%	102%
白卡纸	产能	260	312	312	312
	产量	233	322	361	403
	产能利用率	90%	103%	116%	129%
	销量	234	318	363	407
	产销率	100%	99%	101%	101%
生活纸	产能	132	137	137	137
	产量	104	112	102	113
	产能利用率	78%	82%	74%	82%

	销量	99	107	104	119
	产销率	95%	96%	102%	105%
其他纸	产能	73	48	48	48
	产量	42	37	40	39
	产能利用率	58%	77%	83%	81%
	销量	43	40	46	46
	产销率	102%	108%	115%	118%

资料来源：19 金光 01 债券公告，申万宏源研究

林浆纸一体化、多纸种布局对冲单一行业风险，提升公司盈利稳定性。从产业链长度角度考虑，金光纸业从造纸行业最上游植树造林开始，并在林木资源丰富的广西和海南建设浆厂，对冲木片及木浆价格波动对造纸业务盈利带来的波动性。从产业链广度角度，金光纸业布局包装纸、文化纸和生活用纸，对冲单一纸种景气度波动对公司盈利能力的影响，生活用纸消费品属性更为突出，提供稳定盈利。**横向对比国内重点浆纸系企业，金光纸业凭借产业链广度与长度，ROE 稳定性明显强于同行。**

技术创新：迎接以纸代塑新需求。针对禁塑令带来的食品包装需求，金光纸业推动食品/餐饮包装环保替代项目，成为“以纸代塑”的先行者。公司已推出“零塑”涂布食品卡（EPP）、“零塑”防油食品卡（OPB）、吸管原纸（WSX）、食品包装白牛皮纸（BKQ）等新产品，把握禁塑令带来的行业机遇。

表 10：金光纸业积极研发新品，迎接禁塑令新需求

产品名称	产品特点	使用场景
“零塑”涂布食品卡（EPP）	无需 PE 淋膜，纸张自带防水抗渗性能	适用于直接制作各类纸杯、纸碗、餐盒、汤桶等外卖餐饮包装
“零塑”防油食品卡（OPB）	无需 PE 淋膜，不含硅油/氟类涂层，纸张自带防油防粘和抗渗性能	适合于直接制作食品包装纸盒、餐饮防油纸包装、冲压餐盒等
吸管原纸（WSX）	具有强度高，湿强好的优良品质	适用于纸制吸管、航空杯、纸袋杯等相关产品的生产
食品包装白牛皮纸（BKQ）	不含荧光剂，通过 QS 认证，符合食品级标准	适用于固态食品自立袋、食品包装纸袋、外卖打包纸袋、垫盘纸、手挽袋、手捧袋、面包袋

资料来源：中国包装容器展，申万宏源研究

4. 博汇纸业：白卡龙头迎风起

4.1 纯正白卡纸标的，盈利弹性最强

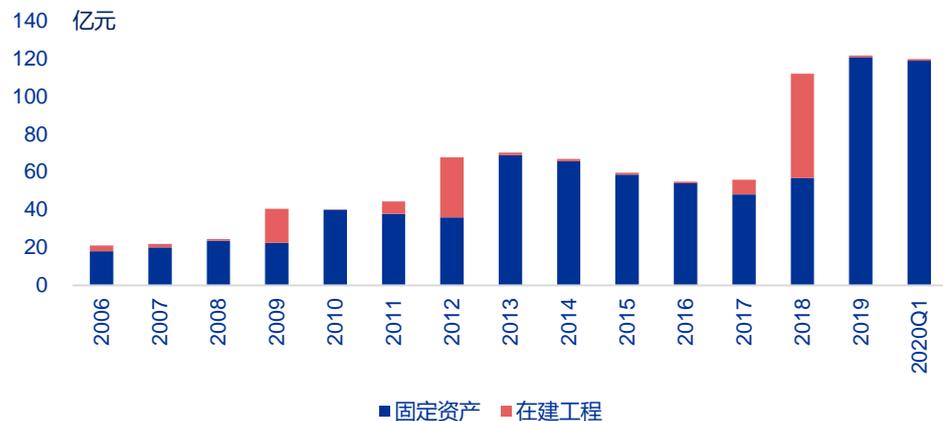
博汇纸业是国内第二大白卡纸企。博汇纸业成立于 1994 年，2004 年登陆 A 股，经过二十多年的发展，目前在国内拥有山东淄博和江苏盐城两大生产基地，产品包括白卡纸（产能 215 万吨）、箱板瓦楞纸（产能 105 万吨）、石膏护面纸（产能 15 万吨）等多品类纸品，其中白卡纸产能位列全国第二，仅次于金光纸业。本次举牌及收购之前，杨氏家族通过全资控股的博汇集团持有上市公司 28.84% 股份，为上市实际控制人。

表 11：博汇纸业产能（单位：万吨）

纸种	基地	产能	合计产能	投产时间	备注
白卡纸	山东	30	215	2003	
	山东	35		2010	
	江苏	75		2013	
	江苏	75		2019	2019年8月投产
箱板瓦楞纸	山东	5	105	2002	
	山东	100		2019	2019年投产
石膏护面纸	山东	15	15	2007	

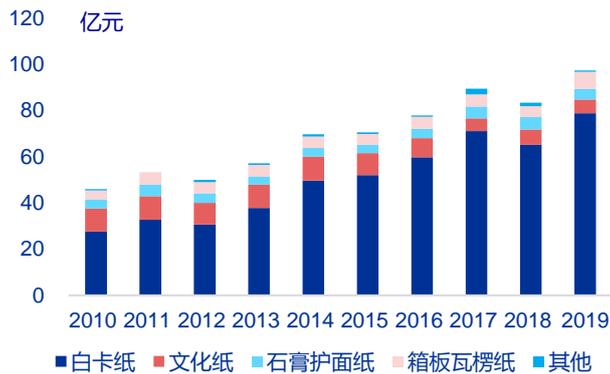
资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 18：公司产能在 2019 年大幅扩张



资料来源：公司公告，申万宏源研究

白卡纸是公司主要毛利来源，格局改善带来弹性最大。博汇纸业业务以白卡纸为主，2019 年白卡纸收入/毛利分别为 78.83 亿元和 12.46 亿元，占比总收入/总毛利比分别为 80.9%/87.8%，白卡纸毛利占比高。白卡纸行业竞争格局改善，公司作为纯正白卡纸标的，盈利弹性最强。

图 19：公司收入构成：2019 年白卡占比 80.9%


资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 20：公司毛利构成：2019 年白卡占比 87.8%


资料来源：公司公告，申万宏源研究

4.2 行业整合，博汇白卡业务利润弹性将显现

为测算公司白卡纸当前单吨盈利水平，做出如下假设：

假设 1——成本假设：吨纸原材料、人工、折旧、制造费用为 2014-2019 年博汇白卡纸吨纸成本的平均值；吨纸化学品成本假设为 500 元/吨；

假设 2——费用假设：吨纸费用参考公司 2014-2019 年平均值；

假设 3——浆料配比假设：吨纸纤维成本按照吨纸使用 0.4 吨化机浆、0.3 吨阔叶浆和 0.1 吨针叶浆计算，阔叶浆与针叶浆价格对应选取明星、银星的内盘山东区域价格，假设自产化机浆不含税吨成本 3000 元/吨；

假设 4——税率假设：增值税税率为 13%、所得税税率为 25%。

根据测算，对应当前白卡纸含税售价 5300 元/吨及浆价，博汇纸业单吨白卡纸吨净利 137 元/吨。

表 12：博汇纸业单吨净利测算

单位：元/吨	含税价	不含税价		
含税价	5300	4690		
阔叶浆价格（明星）	3550	3142		
针叶浆价格（银星）	4350	3850		
化机浆价格	3390	3000		
综合用浆成本	3570	2527		
纸价-木浆		2163	税金及附加	18
吨纸化学品		500	销售费用	206
累计折旧		259	管理费用	89
人工成本		56	财务费用	229
能源动力		547		
其他制造费用		77	吨税前利润	182
吨毛利		725	吨税后利润	137

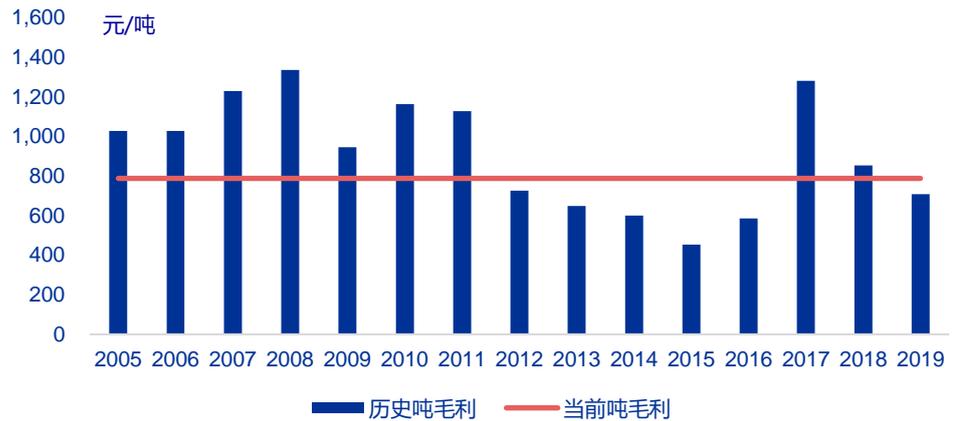
资料来源：申万宏源研究

当前白卡纸价格低于历史价格中枢。2007 年造纸行业经历三轮景气度高点，每轮景气度高点，白卡纸（博汇纸业白卡经销商出货价）价格均超过 7000 元/吨，其中历史高点为 7750 元/吨，中位数为 5650 元/吨。2019 年下半年行业景气度逐步修复，2020 年 3 月年白卡纸价格达到阶段性高点 6000 元/吨，近期因疫情导致短期价格回落，当前价格（5300 元/吨）低于历史中位数，相较于历史最高点 7750 元/吨，仍有 46% 提涨空间。

图 21：当前白卡纸价格约为历史中枢


资料来源：纸业联讯，申万宏源研究

历史最高年度平均吨毛利为 1281 元/吨，当前吨毛利仅 725 元/吨。梳理公司 2005-2019 年白卡纸吨毛利水平，2008 年、2017 年白卡纸吨毛利分别达到 1336 元/吨、1281 元/吨；根据当前纸价及木浆价格计算，公司当前吨毛利水平为 725 元/吨，处在历史年份偏低水平。

图 22：当前白卡纸吨毛利水平为 725 元/吨


资料来源：公司公告，申万宏源研究

行业竞争格局改善，下游需求逐步回暖，纸价有望逐步提涨。若浆价维持当前水平，纸价回升至疫情初期水平 6000 元/吨，博汇纸业白卡纸吨净利将达到 601 元/吨。

表 13：博汇纸业单吨净利弹性测算

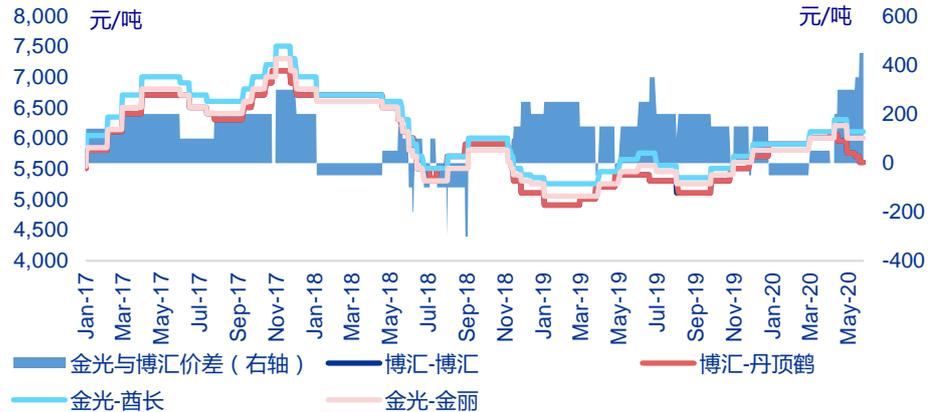
单位：元/吨		吨纸含税售价						
		5300	5500	5700	6000	6250	6500	6750
吨 纸 综 合 用 浆 价 格	3570	137	269	402	601	767	933	1099
	3700	68	200	333	532	698	864	1030
	3900	-38	94	227	426	592	758	924
	3981	-81	51	184	383	549	715	881
	4100	-145	-12	121	320	486	652	818
	4300	-251	-118	15	214	380	546	712
	4500	-357	-224	-92	108	273	439	605
	4700	-463	-331	-198	1	167	333	499

资料来源：公司公告，申万宏源研究

4.3 金光入主，技术赋能，效率改善

产品研发，提升产品质量。未来金光纸业入主博汇纸业，有望引入新技术赋能博汇工厂。**产品方面：金光纸业聚焦高端白卡，有望提升博汇产品质量。**根据历史价格数据，克重为 250-400g 的白卡纸产品，金光纸业白卡纸（旗下酋长与金丽品牌）出厂含税价格持续稳定高于博汇纸业旗下产品（博汇及丹顶鹤品牌）。全球禁塑令推行，金光纸业已研发拥有成熟食品卡产品，未来产品实力与全球市场开拓能力赋能博汇纸业，有望帮助博汇纸业打开全球食品卡市场。

图 23：金光纸业旗下白卡产品价格高于博汇纸业产品

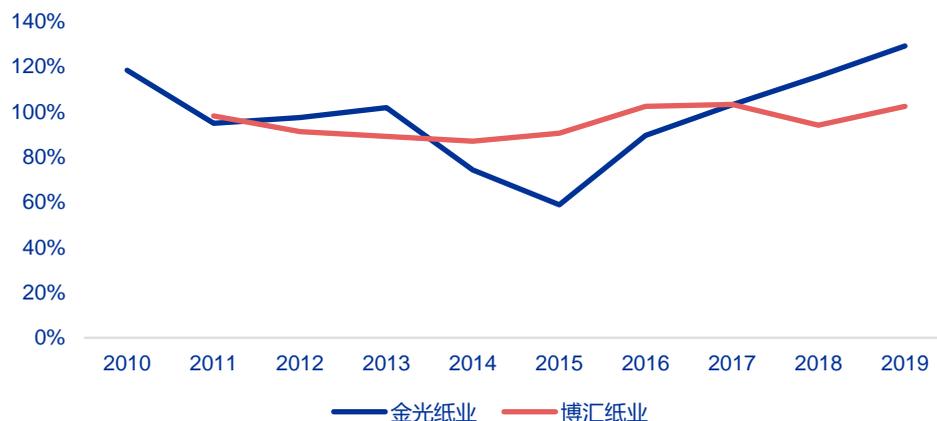


资料来源：卓创资讯，申万宏源研究

技术改进，提升纸机效率及产能利用率。从历史年份看，除 2015 年广西金桂新产能投产前后，金光纸业产能利用率低于博汇纸业外，其他年份金光纸业产能利用率均高于博汇纸业。2019 年金光纸业白卡纸产能利用率达到 129%，博汇纸业仅为 102%（已对 2019 年新产能按有效月份进行折算处理）。

我们认为金光纸业高产能利用率得益于：1) **现场运维能力：**金光纸业拥有成熟的生产运营管理经验，包括驻场纸机维修团队等，纸机调试、维修效率突出；2) **全球销售体系：**布局全球的市场渠道销售体系（2019 年金光纸业白卡纸外销占比 26.1% vs 2019 年博汇纸业外销占比 6.5%），且国内拥有丰富的客户资源与稳定的经销商体系；3) **产品质量优势。**金光纸业管理入主有望进一步提升博汇纸业开工率。

图 24：金光纸业白卡纸开工率显著高于博汇纸业



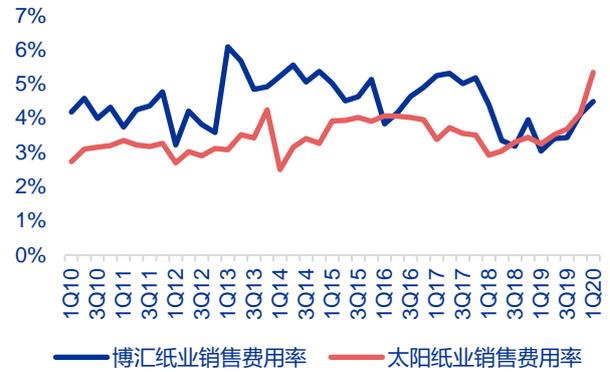
资料来源：公司公告，申万宏源研究

费用率改善空间大。对标造纸行业管理标杆太阳纸业，公司销售费用率及财务费用率均高于太阳纸业。未来金光纸业职业化经理人团队入驻，公司费用率有望得到改善。销售费用：区位优势优化，金光纸业与博汇工厂协同布局优势发挥，当前博汇纸业产品面向全

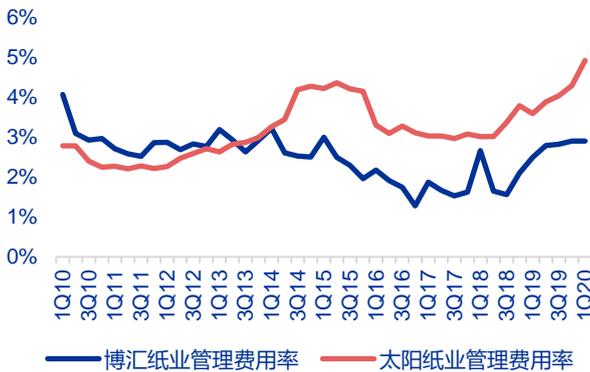
国客户，未来博汇基地（山东和江苏）主要面向北方客户，金光基地（浙江和广西）主要面向南方客户，从而降低博汇纸业单吨运费；金光纸业入股后有望改善公司负债结构，有效降低公司财务费用率。

图 25：公司历史期间费用率高于太阳纸业


资料来源：Wind，申万宏源研究

图 26：公司销售费用率高于太阳纸业


资料来源：Wind，申万宏源研究

图 27：公司管理费用率低于太阳纸业（太阳产品系列更为丰富，且有海外工厂）


资料来源：Wind，申万宏源研究

图 28：公司财务费用率高于太阳纸业


资料来源：Wind，申万宏源研究

5. 盈利预测与估值：第一阶段目标市值 180 亿元

5.1 盈利预测：预计 2021 年归母净利润 15.04 亿元

我们对公司各个纸种板块这两年的销量和吨净利，进行核心假设如下：

假设 1：2020 年受疫情影响，白卡合计停产 1 个月，实际销量为 $215 * (11/12) = 197$ 万吨；箱板瓦楞纸受 Q1 原材料紧缺、转产影响，2020 年合计销量 73 万吨。2021 年，白卡纸纸机产能利用率提升至 105%。

假设 2：2020 年白卡纸吨净利 362 元/吨，2021 年白卡纸吨净利提升至 600 元/吨。

表 14：博汇纸业 2020 年单季度拆分盈利预测

	销量 (万吨)					吨净利 (元/吨)					净利 (亿元)				
	2020Q1	2020Q2E	2020Q3E	2020Q4E	2020年E	2020Q1	2020Q2E	2020Q3E	2020Q4E	2020年E	2020Q1E	2020Q2E	2020Q3E	2020Q4E	2020年E
白卡纸	44	45	54	54	197	375	200	350	500	362	1.65	0.90	1.88	2.69	7.12
箱板瓦楞纸	5	16	26	26	73	100	0	50	75	51	0.05	0.00	0.13	0.20	0.38
文化纸	4	2	0	0	6	200	0			129	0.07	0.00	0.00	0.00	0.07
其他业务											0.05	0.15	0.15	0.15	0.50
合计											1.83	1.05	2.16	3.03	8.07

资料来源：公司公告，申万宏源研究

表 15：博汇纸业 2020-2021 年盈利预测

	销量-万吨		吨净利-元/吨		净利-亿元	
	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E
白卡纸	197	226	362	600	7.12	13.55
箱板瓦楞纸	73	100	51	100	0.38	1.00
文化纸	6	0	129	-	0.07	0.00
其他					0.50	0.50
合计					8.07	15.04

资料来源：公司公告，申万宏源研究

我们预计 2020-2021 年净利润分别为 8.07 亿元和 15.04 亿元。

5.2 投资建议：第一阶段目标市值 180 亿元

白卡纸景气度上行周期，博汇纸业作为白卡龙头估值有望逐步上修。

从行业层面：供需格局改善，行业步入景气度上行周期

白卡纸需求：受益消费升级及对灰底白纸板的替代，白卡需求将稳定增长。**内生需求**：下游食品、日化、3C 等消费品的增速回升带动社会卡需求增长；外卖及禁塑令推动食品卡需求增长；预计白卡纸内生需求将维持 5-10% 左右增速；**替代需求**：环保趋严、原材料紧缺及价差缩小加速白卡对灰底白的替代效应。

白卡纸供给：行业短期无新产能压力，行业整合推动竞争格局改善。收购完成后，白卡纸行业实现进一步整合，龙头纸企之间协同性有望提升。行业短期内无新增产能压力，存量供给整合，供给格局明显改善。

行业竞争格局优化，景气度有望稳步上行。由于行业龙头之间为抢占市场纷纷扩建产能，使得行业盈利波动性较大。金光纸业对博汇集团收购完成后，白卡纸行业盈利有望稳定向上修复，白卡纸盈利弹性将逐步显现。

从公司层面：金光入主，管理改善，打造白卡龙头标杆

纯正白卡标的，业绩弹性最强。博汇纸业是国内白卡纸行业第二大企业，2019年白卡纸毛利占比88%，白卡纸行业盈利修复，公司业绩弹性最强。2019年新增75万吨白卡纸及100万吨箱板瓦楞纸投产，产能扩张，提升公司利润中枢。

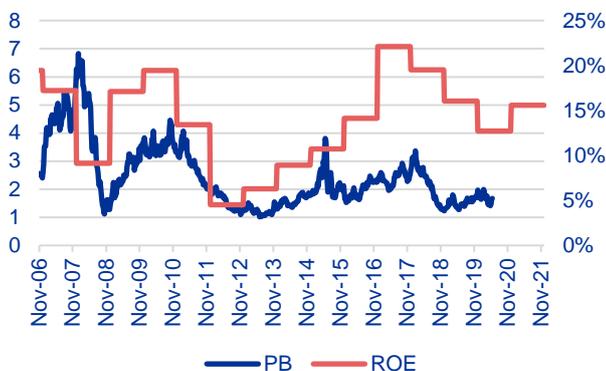
金光纸业入主，关注管理改善。金光纸业完成对博汇集团的收购后，将通过直接和间接合计持有博汇纸业48.84%股份，成为博汇纸业实际控制人。金光纸业全球化布局，在印尼与中国均为浆纸行业绝对龙头，林浆纸一体化、多纸种多元化产业布局，有效对冲单一行业景气度波动风险；金光成熟化职业经理管理团队，生产管理经验赋能博汇纸业，打造浆纸行业新龙头。

估值：行业格局改善，对应2021年末PB估值2-2.5倍，对应2021年PE估值10-12倍。

PB估值：金光纸业完成对博汇纸业收购后，博汇纸业管理水平、运营效率将大幅提升，我们认为公司估值应对标造纸行业管理标杆太阳纸业。参考上轮造纸高景气度周期2016-2018年，太阳纸业PB估值由1.5倍最高提升至3.4倍（2018年2月）；其中2017年全年平均PB为2.4倍，对应当年ROE为22.1%。

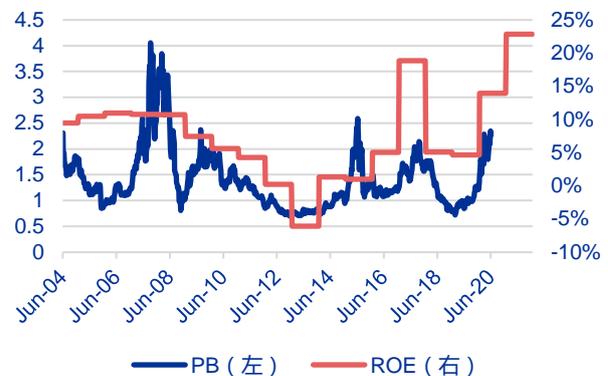
我们认为2020-2022年将是白卡纸景气度上行周期，2021年博汇纸业ROE将提升至22.2%，略高于太阳纸业在2017年ROE水平，给予2021年末2.4倍PB（太阳纸业2017年平均PB为2.4倍），对应2021年末净资产74.89亿元，目标市值为180亿元。

图 29：太阳纸业 PB-ROE



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 30：博汇纸业 PB-ROE



资料来源：Wind，申万宏源研究

PE 估值：参考上轮造纸行业高景气度周期 2016-2018 年，太阳纸业 PE 估值由 10 倍最高提升至 12.7 倍（2018 年 2 月）。我们认为白卡纸行业率先完成龙头整合，行业协同性增强，景气度将逐步上行。预计金光纸业对博汇集团的收购将在 2020 年下半年完成，2021 将是收购完成后的第一个完整年度；我们给予公司 2021 年 12 倍 PE，对应 2021 年归母净利润 15.04 亿元，目标市值为 180 亿元。

图 31：可比公司太阳纸业在景气度提升时（2018 年 2 月）动态市盈率达 12.7 倍



资料来源：Wind，申万宏源研究

我们认为 2020-2022 年将是白卡纸行业景气度逐步上行的周期，博汇纸业作为 A 股白卡纸龙头，我们预计 2020-2022 归母净利润预测为 8.07 亿元、15.04 亿元和 17.77 亿元，给予目标市值 180 亿元，对应 2021 年 PE 估值为 12 倍，首次评级，给予“买入”。

表 16：造纸行业可比公司估值表

行业	代码	名称	股价	总市值	EPS			净利润（亿元）			PE		
			2020/7/3	亿元	19E	20E	21E	19A	20E	21E	19A	20E	21E
造纸	002078	太阳纸业	10.03	260	0.84	0.79	1.06	21.78	20.50	27.50	12	13	9
	000488	晨鸣纸业	5.12	117	0.57	0.59	0.85	16.57	17.20	24.70	9	9	6
	600567	山鹰纸业	3.05	140	0.30	0.32	0.45	13.62	14.84	20.72	10	9	7
	600966	博汇纸业	9.82	131	0.10	0.61	1.13	1.34	8.07	15.04	98	16	9

资料来源：Wind，申万宏源研究

表 17：博汇纸业主要产品收入成本拆分——白卡及文化纸

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
卡纸									
产能	140.00	140.00	140.00	140.00	140.00	215.00	215.00	215.00	215.00
产能利用率	87%	91%	102%	103%	94%	82%	92%	105%	115%
产量(万吨)	121.94	126.73	143.40	144.52	131.83	175.38	196.94	225.75	247.25
产销率	94%	101%	103%	96%	102%	100%	100%	100%	100%
销量(万吨)	114.67	128.02	147.28	138.99	134.03	175.93	196.94	225.75	247.25
收入(亿元)	49.80	52.14	59.82	71.06	65.22	78.83	88.24	106.21	119.81
成本(亿元)	42.92	46.33	51.19	53.26	53.77	66.36	67.94	77.88	88.40
原材料	31.79	35.08	39.33	39.76	40.08	49.10	49.47	56.70	65.21
累计折旧	3.26	3.61	3.60	3.66	3.50	3.82	5.10	5.84	6.40
人员成本	0.53	0.52	0.63	0.75	0.89	1.48	1.10	1.26	1.38
能源成本	6.50	6.31	6.72	7.72	7.92	10.89	10.77	12.35	13.53
其他制造费用	0.83	0.82	0.92	1.36	1.37	1.06	1.51	1.73	1.89
毛利(亿元)	6.88	5.81	8.63	17.80	11.45	12.46	20.30	28.33	31.41
不含税单吨单价(元/吨)	4,342	4,073	4,062	5,113	4,866	4,481	4,481	4,705	4,846
增值税率	17%	17%	17%	17%	16%	13%	13%	13%	13%
含税单价(元/吨)	5,081	4,765	4,752	5,982	5,644	5,063	5,063	5,316	5,476
年度均价涨跌幅		-6.2%	-0.3%	25.9%	-5.6%	-10.3%	0%	5%	3%
单吨成本(元/吨)	3,743	3,619	3,476	3,832	4,012	3,772	3,450	3,450	3,575
单吨原材料	2,772	2,740	2,670	2,861	2,991	2,791	2,512	2,512	2,637
年度均价涨跌幅		-1.2%	-2.5%	7.1%	4.5%	-6.7%	-10%	0%	5%
单吨累计折旧	284	282	244	264	261	217	259	259	259
单吨人员成本	47	41	42	54	67	84	56	56	56
单吨能源成本	567	493	456	555	591	619	547	547	547
单吨其他制造费用	73	64	62	98	102	61	77	77	77
单吨毛利(元/吨)	600	454	586	1,281	854	708	1,031	1,255	1,270
毛利率	13.8%	11.1%	14.4%	25.1%	17.6%	15.8%	23.0%	26.7%	26.2%
文化纸									
产能	25.00	25.00	25.00	25.00	25.00	25.00	5.00		
产能利用率	87%	88%	75%	42%	45%	50%	100%		
产量(万吨)	21.81	21.90	18.70	10.56	11.36	12.46	5.00		
产销率	103%	96%	106%	106%	101%	99%	100%		
销量(万吨)	22.38	20.98	19.77	11.24	11.45	12.30	5.00		
收入(亿元)	10.23	9.44	8.28	5.65	6.67	6.03	2.33		
成本(亿元)	9.29	7.92	7.06	4.57	5.76	5.35	2.20		
原材料	6.53	5.70	4.98	2.83	3.75	4.31	1.58		
累计折旧	0.22	0.21	0.20	0.05	0.05	0.26	0.05		
人员成本	0.60	0.48	0.47	0.28	0.34	0.10	0.11		
能源成本	1.66	1.30	1.22	1.09	0.97	0.58	0.36		
其他制造费用	0.28	0.22	0.19	0.32	0.64	0.11	0.10		
毛利(亿元)	0.94	1.52	1.22	1.07	0.91	0.68	0.13		
不含税单吨单价(元/吨)	4,571	4,498	4,187	5,025	5,826	4,906	4,661		
增值税率	17%	17%	17%	17%	16%	13%	13%		
含税单价(元/吨)	5,348	5,262	4,899	5,879	6,758	5,544	5,267		
年度均价涨跌幅		-1.6%	-6.9%	20.0%	15.0%	-18.0%	-5%		
单吨成本(元/吨)	4,151	3,774	3,571	4,069	5,027	4,350	4,403		
单吨原材料	2,919	2,716	2,517	2,516	3,278	3,505	3,154		
年度均价涨跌幅		-7.0%	-7.3%	0.0%	30.3%	6.9%	-10%		
单吨累计折旧	99	101	103	47	44	211	101		
单吨人员成本	268	231	237	251	295	78	227		
单吨能源成本	741	620	617	970	851	470	712		
单吨其他制造费用	124	106	97	284	559	85	209		
单吨毛利(元/吨)	420	724	616	955	799	556	258		
毛利率	9.2%	16.1%	14.7%	19.0%	13.7%	11.3%	5.5%		

资料来源：公司公告，申万宏源研究

表 18：博汇纸业收入成本拆分——箱板纸及瓦楞纸

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
箱板纸									
产能			15.00	15.00	15.00	65.00	50.00	50.00	50.00
产能利用率			106%	97%	77%	37%	80%	95%	95%
产量 (万吨)			15.84	14.55	11.52	24.05	40.00	47.50	47.50
产销率			101%	99%	102%	93%	100%	100%	100%
销量 (万吨)			16.05	14.42	11.73	22.27	40.00	47.50	47.50
收入 (亿元)	4.27	3.89	4.09	5.22	4.73	6.79	11.82	14.74	14.74
成本 (亿元)	3.96	3.59	3.65	4.32	4.71	6.43	11.28	13.94	13.94
原材料	3.10	2.84	2.84	3.60	3.93	5.35	9.13	11.39	11.39
累计折旧	0.13	0.13	0.13	0.09	0.09	0.30	0.35	0.42	0.42
人员成本	0.09	0.08	0.08	0.09	0.11	0.10	0.24	0.29	0.29
能源成本	0.57	0.52	0.52	0.46	0.50	0.57	1.32	1.57	1.57
其他制造费用	0.08	0.09	0.09	0.08	0.08	0.11	0.23	0.28	0.28
毛利 (亿元)	0.31	0.44	0.44	0.89	0.03	0.35	0.54	0.80	0.80
不含税单吨单价 (元/吨)			2,549	3,620	4,034	3,047	2,955	3,103	3,103
增值税率	17%		17%	17%	16%	13%	13%	13%	13%
含税单价 (元/吨)			2,982	4,235	4,680	3,443	3,340	3,507	3,507
年度均价涨跌幅				42.0%	10.5%	-26.4%	-3%	5%	0%
单吨成本 (元/吨)			2,273	2,999	4,013	2,888	2,821	2,935	2,935
单吨原材料			1,768	2,500	3,353	2,404	2,284	2,398	2,398
年度均价涨跌幅				41.4%	34.1%	-28.3%	-5%	5%	0%
单吨累计折旧			78	64	75	134	88	88	88
单吨人员成本			47	60	91	43	60	60	60
单吨能源成本			325	318	423	257	331	331	331
单吨其他制造费用			55	57	70	50	58	58	58
单吨毛利 (元/吨)			275	620	22	159	135	168	168
毛利率	7.3%		10.8%	17.1%	0.5%	5.2%	4.6%	5.4%	5.4%
瓦楞纸									
产能					2.50	52.50	55.00	55.00	55.00
产能利用率					100%	6%	60%	95%	95%
产量 (万吨)					2.49	3.14	33.00	52.25	52.25
产销率					1070%	75%	100%	100%	100%
销量 (万吨)					26.65	2.34	33.00	52.25	52.25
收入 (亿元)	0.70	0.77	1.15	2.07	0.99	0.71	9.07	15.07	15.07
成本 (亿元)	0.56	0.61	0.94	1.66	0.94	0.63	7.68	12.70	12.70
原材料					0.80	0.50	6.69	11.13	11.13
累计折旧					0.01	0.01	0.05	0.08	0.08
人员成本					0.04	0.04	0.30	0.48	0.48
能源成本					0.08	0.07	0.54	0.86	0.86
其他制造费用					0.01	0.01	0.09	0.15	0.15
毛利 (亿元)	0.13	0.16	0.20		0.05	0.09	1.38	2.38	2.38
不含税单吨单价 (元/吨)					372	3,053	2,747	2,885	2,885
增值税率					13%	13%	13%	13%	13%
含税单价 (元/吨)					420	3,450	3,105	3,260	3,260
年度均价涨跌幅							-10%	5%	0%
单吨成本 (元/吨)					352	2683	2328	2430	2430
单吨原材料					300	2,135	2,028	2,130	2,130
年度均价涨跌幅						611.6%	-5%	5%	0%
单吨累计折旧					3	29	16	16	16
单吨人员成本					15	168	92	92	92
单吨能源成本					31	297	164	164	164
单吨其他制造费用					3	53	28	28	28
单吨毛利 (元/吨)					20	370	419	455	455
毛利率	19.4%				5.3%	12.1%	15.3%	15.8%	15.8%

资料来源：公司公告，申万宏源研究

表 19：利润表

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
一、营业总收入	8,339	9,740	11,708	14,179	15,555
其中：营业收入	8,339	9,740	11,708	14,179	15,555
其他类金融业务收入	0	0	0	0	0
二、营业总成本	8,025	9,542	10,728	12,329	13,363
其中：营业成本	7,002	8,320	9,412	10,971	12,023
其他类金融业务成本	0	-0	0	0	0
税金及附加	35	28	35	43	47
销售费用	331	401	480	553	576
管理费用	170	274	320	366	373
研发费用	6	7	12	14	16
财务费用	465	512	470	382	329
加：其他收益	6	1	10	10	10
投资收益	2	15	15	15	15
净敞口套期收益	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	-11	0	0	0
信用减值损失（损失以“-”填列）	0	-13	0	0	0
资产减值损失（损失以“-”填列）	-18	-3	0	0	0
资产处置收益	-12	4	4	4	4
汇兑收益及其他	0	-0	0	0	0
三、营业利润	311	191	1,008	1,879	2,221
加：营业外收入	1	1	1	1	1
减：营业外支出	2	50	4	4	4
四、利润总额	309	142	1,005	1,876	2,218
减：所得税	53	8	198	372	441
五、净利润	256	134	807	1,504	1,777
持续经营净利润	256	134	807	1,504	1,777
终止经营净利润	0	0	0	0	0
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者的净利润	256	134	807	1,504	1,777

资料来源：公司公告，申万宏源研究

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东	陈陶	021-23297221	chentao1@swswhysc.com
华北	李丹	010-66500631	lidan4@swswhysc.com
华南	陈左茜	755-23832751	chenzuoxi@swswhysc.com
海外	朱凡	021-23297573	zhufan@swswhysc.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。